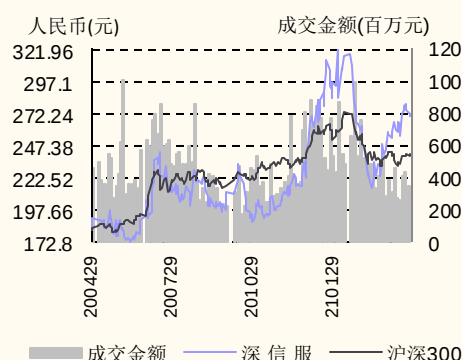


深信服 (300454.SZ) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 273.32 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.14
已上市流通 A 股(亿股)	2.14
总市值(亿元)	1,131.02
年内股价最高最低(元)	324.00/172.80
沪深 300 指数	5119
创业板指	3051


相关报告

- 1.《云计算战略升级增收显著，网安云化引领市场-云计算战略升级增收...》，2021.4.20
- 2.《业绩复合预期，长期看好公司引领安全云化-业绩复合预期，长期看...》，2021.2.8
- 3.《持续投入业务升级，Q4 增速有望重回 30%+ -深信服 Q3 季报点...》，2020.10.28
- 4.《疫情期经营稳健，云和安全业务 H2 值得期待 -国金通信-深信服 2...》，2020.8.25

罗露 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

邵艺开 联系人
shaoyikai@gjzq.com.cn

Q1 业绩增长显著，组织变革奠定持续发展基础
公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,590	5,458	7,534	9,831	12,039
营业收入增长率	42.35%	18.92%	38.03%	30.48%	22.45%
归母净利润(百万元)	759	809	1,122	1,496	1,799
归母净利润增长率	25.80%	6.65%	38.66%	33.28%	20.31%
摊薄每股收益(元)	1.856	1.956	2.712	3.615	4.349
每股经营性现金流净额	2.78	3.15	7.16	5.03	5.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.56%	12.43%	14.49%	16.40%	16.72%
P/E	61.64	126.80	102.05	76.56	63.64

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4 月 28 日晚公司披露一季报，实现营业收入 10.92 亿元，同比增长 79.37%，归母净利润-0.96 亿元，同比增长 50.4%，扣非归母净利润-1.52 亿元，同比增长 26.07%，总体超市场预期。

经营分析

- **Q1 单季度经营改善显著，疫情后费用投入、现金流恢复增长。**21 年 Q1 经营指标改善显著，考虑到 20 年新冠疫情降低 Q1 基数，与 19 年 Q1 对比，营收增长 70%，归母净利润亏损增加 0.61 亿元。销售、管理、研发费用分别同比增长 39.83%、43.55%、55.98%，主要为人员增加导致的薪资费用上涨。销售商品、提供劳务收到的现金 13.28 亿元，同比增长 121.91%，因经营规模扩大现金流入增加，且疫情结束后恢复经销商预付款收取。
- **云计算、云安全与安全云仍是公司发展重心，长期毛利率趋稳 40-50%。**云计算业务 21 年主要聚焦国产化替代和腰部上下客户的数据中心演进场景，未来向分支云、混合云和长尾客户拓展。安全业务是公司传统优势，去年 9 月发布的安全 SaaS (Sangfor Access) 产品将安全管理在云平台进行，是今年大力投入的方向。参照海外经验，安全业务订阅收费符合行业发展趋势，短期内仍处于教育市场阶段，因硬件投入增加毛利率有所承压，趋稳后将稳定在 40-50%。安全能力是公司特有的优势，未来云计算与安全业务相互协同，公司产品力认可度高，建议关注公司业绩长远增长。
- **组织架构调整提升执行力，看好公司的大客户洞察力与市场拓展能力。**公司年初新成立安全 BG、安服 BG、云 BG、新 IT BG 等事业部，市场体系成立大客户部和 ISV 客户部，BG 负责资源协调、产品运营，对长期业务结果负责。组织结构与考核调整有助于提升业务开展效率、执行公司发展战略，提升市场敏锐度。中国云计算市场具有特殊性，私有云、混合云仍具备广阔成长空间。我们长期看好公司在安全业务的领先地位与云计算业务战略布局，判断安全业务与云计算业务未来三年分别能保持 25%+与 30%+复合增速。

盈利调整与投资建议

- 我们维持盈利预测，预计公司 21-23 年 EPS 为 2.71/3.62/4.35 亿元。采用 SOTP 对公司估值 (安全业务 50 倍 PE+云计算业务 20 倍 PS)，公司 22 年合理市值 1277.58 亿元，目标价 308.8 元。维持“买入”评级。

风险提示

- 股东减持；云计算市场拓展不达预期；行业竞争；产品迭代与市场不匹配。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,224	4,590	5,458	7,534	9,831	12,039
增长率		42.3%	18.9%	38.0%	30.5%	22.5%
主营业务成本	-860	-1,277	-1,638	-2,236	-2,887	-3,684
%销售收入	26.7%	27.8%	30.0%	29.7%	29.4%	30.6%
毛利	2,364	3,313	3,820	5,298	6,944	8,355
%销售收入	73.3%	72.2%	70.0%	70.3%	70.6%	69.4%
营业税金及附加	-43	-53	-63	-87	-114	-140
%销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-1,171	-1,608	-1,811	-2,486	-3,195	-3,852
%销售收入	36.3%	35.0%	33.2%	33.0%	32.5%	32.0%
管理费用	-130	-192	-272	-301	-364	-409
%销售收入	4.0%	4.2%	5.0%	4.0%	3.7%	3.4%
研发费用	-779	-1,141	-1,509	-1,884	-2,409	-2,889
%销售收入	24.2%	24.9%	27.6%	25.0%	24.5%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	241	319	164	540	863	1,064
%销售收入	7.5%	7.0%	3.0%	7.2%	8.8%	8.8%
财务费用	77	123	137	86	211	291
%销售收入	-2.4%	-2.7%	-2.5%	-1.1%	-2.1%	-2.4%
资产减值损失	-13	1	2	-3	-1	-1
公允价值变动收益	1	7	80	60	80	100
投资收益	19	29	24	25	30	35
%税前利润	3.1%	3.7%	3.1%	2.4%	1.9%	1.9%
营业利润	614	789	761	1,057	1,553	1,869
营业利润率	19.0%	17.2%	13.9%	14.0%	15.8%	15.5%
营业外收支	4	2	5	5	5	5
税前利润	618	791	766	1,062	1,558	1,874
利润率	19.2%	17.2%	14.0%	14.1%	15.8%	15.6%
所得税	-15	-32	44	60	-62	-75
所得税率	2.4%	4.0%	-5.7%	-5.6%	4.0%	4.0%
净利润	603	759	809	1,122	1,496	1,799
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	603	759	809	1,122	1,496	1,799
净利率	18.7%	16.5%	14.8%	14.9%	15.2%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	603	759	809	1,122	1,496	1,799
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	98	120	150	93	98	106
非经营收益	-93	-138	-278	27	-116	-142
营运资金变动	335	394	622	1,721	606	322
经营活动现金净流	943	1,135	1,304	2,964	2,083	2,085
资本开支	-314	-320	-228	-418	-400	-530
投资	-1,373	-1,459	-2,019	670	80	100
其他	76	108	69	25	30	35
投资活动现金净流	-1,610	-1,671	-2,179	277	-290	-395
股权募资	1,317	286	899	213	0	0
债权募资	0	0	316	-527	0	0
其他	-129	-61	-90	-111	-125	-158
筹资活动现金净流	1,188	225	1,124	-424	-125	-158
现金净流量	521	-311	250	2,816	1,668	1,532

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	737	325	589	3,405	5,073	6,605
应收款项	356	447	588	696	962	1,244
存货	128	201	180	291	384	500
其他流动资产	1,823	1,697	3,890	1,558	1,571	1,587
流动资产	3,045	2,671	5,247	5,951	7,991	9,937
%总资产	59.3%	39.4%	54.3%	56.2%	61.8%	64.9%
长期投资	46	387	569	569	569	569
固定资产	182	278	331	396	478	586
%总资产	3.5%	4.1%	3.4%	3.7%	3.7%	3.8%
无形资产	19	302	328	357	383	406
非流动资产	2,088	4,102	4,409	4,632	4,942	5,375
%总资产	40.7%	60.6%	45.7%	43.8%	38.2%	35.1%
资产总计	5,132	6,772	9,656	10,583	12,933	15,312
短期借款	0	0	322	0	0	0
应付款项	1,010	1,543	1,186	2,117	2,696	3,263
其他流动负债	500	680	1,418	709	1,107	1,278
流动负债	1,510	2,223	2,926	2,826	3,804	4,541
长期贷款	0	0	10	10	10	10
其他长期负债	185	228	209	0	0	0
负债	1,695	2,451	3,145	2,836	3,814	4,551
普通股股东权益	3,437	4,321	6,511	7,747	9,119	10,761
其中：股本	403	409	414	414	414	414
未分配利润	1,023	1,653	2,369	3,392	4,764	6,406
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,132	6,772	9,656	10,583	12,933	15,312

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.496	1.856	1.956	2.712	3.615	4.349
每股净资产	8.527	10.566	15.734	18.721	22.036	26.004
每股经营现金净流	2.340	2.775	3.150	7.162	5.034	5.038
每股股利	0.000	0.150	0.190	0.240	0.300	0.380
回报率						
净资产收益率	17.55%	17.56%	12.43%	14.49%	16.40%	16.72%
总资产收益率	11.75%	11.21%	8.38%	10.60%	11.57%	11.75%
投入资本收益率	6.74%	7.00%	2.54%	7.35%	9.07%	9.49%
增长率						
主营业务收入增长率	30.41%	42.35%	18.92%	38.03%	30.48%	22.45%
EBIT增长率	-36.02%	32.41%	-48.49%	228.19%	59.89%	23.37%
净利润增长率	5.19%	25.80%	6.65%	38.66%	33.28%	20.31%
总资产增长率	76.30%	31.95%	42.58%	9.60%	22.20%	18.40%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.0	27.7	29.7	28.0	29.0	30.0
存货周转天数	45.7	47.0	42.4	48.0	49.0	50.0
应付账款周转天数	95.5	91.3	90.8	89.5	85.0	80.0
固定资产周转天数	20.6	21.0	18.8	16.1	14.8	14.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.47%	-40.67%	-33.34%	-59.49%	-67.74%	-70.71%
EBIT利息保障倍数	-3.1	-2.6	-1.2	-6.3	-4.1	-3.7
资产负债率	33.03%	36.20%	32.57%	26.80%	29.49%	29.72%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	24	28	54	86
增持	0	2	2	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.07	1.14	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-27	买入	118.53	140.69~140.69
2	2019-10-25	买入	125.90	140.69~140.69
3	2020-04-16	买入	160.00	N/A
4	2020-08-25	增持	228.99	249.50~249.50
5	2020-10-28	买入	192.51	230.70~230.70
6	2021-02-08	买入	285.43	347.40~347.40
7	2021-04-20	买入	272.59	N/A

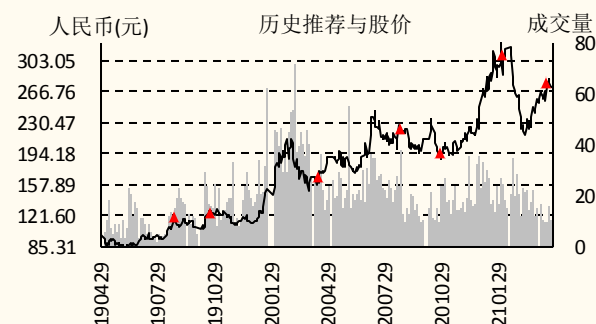
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402